

CTCP VĨNH HOÀN (VHC)

SẢN XUẤT

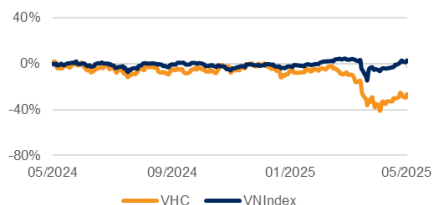
Giá hiện tại	VND53.500
Cao nhất/thấp nhất 52T	VND75.377/43.750
Giá mục tiêu	VND55.200
Consensus	-32,7%
Tiềm năng tăng giá	3,2%
Tỷ suất cổ tức	3,8%
Tổng tỷ suất sinh lời	7,0%

Thị giá vốn (tr USD)	451,5
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	2,4
Sở hữu NN (tr USD)	362,4
SLCP lưu hành (tr)	224,5
SLCP pha loãng (tr)	224,5

	VHC	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	8,8x	23,5x	12,3x
P/B hiện tại	1,3x	0,9x	1,6x
ROA	10%	3,9%	5,4%
ROE	14,4%	8,0%	12,7%

*dữ liệu ngày 20/5/2025

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh	42,3%
Mitsubishi Corp	6,4%
Khác	51,3%

Tổng quan doanh nghiệp

VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới. Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Sản phẩm của VHC chiếm khoảng 7% xuất khẩu cá tra Việt Nam năm 2023.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thùy Dương

duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

TRUNG LẬP (từ KHẢ QUAN)

Ứng biến theo chiều thuế quan

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 3,2% và tỷ suất cổ tức 3,8%. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 35,1% sau khi giá cổ phiếu đã giảm 27% kể từ báo cáo gần nhất.
- Động lực thay đổi giá mục tiêu đến từ điều chỉnh LNST năm 2025-26 trong bối cảnh bất ổn toàn cầu và thay đổi giả định WACC.
- P/E năm 2025 là 11,6x thể hiện kỳ vọng về tăng trưởng của VHC trong kịch bản cơ sở là 15-25% thuế.

Tiêu điểm tài chính

- Trong Q1/25, doanh thu giảm 7,3% svck, do tăng trưởng chậm ở mảng Wellness và cá tra phi lê. LNST tăng 13,8% svk lên 191,3 tỷ đồng nhờ BLNG mở rộng.
- Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu lần lượt giảm 11,1%/ 8,6%, LNST giảm 23,7%/ 22,6% trong năm 2025/26 do tăng trưởng chậm ở các mảng.
- Chúng tôi dự báo LNST giảm 13,1%/ tăng 11,5% svck trong năm 2025-26

Luận điểm đầu tư

Tác động của thuế quan sẽ phụ thuộc vào mức thuế áp dụng

Chúng tôi đánh giá tác động từ thuế quan sẽ biến động theo mức thuế được áp dụng. Ở kịch bản cơ sở - giả định mức thuế từ 15-25%, vốn được xem là kết quả đàm phán có khả năng xảy ra cao nhất - doanh thu và LNST năm 2025 của VHC dự kiến giảm 5,8% và 13,1% svck. Ở kịch bản tiêu cực (thuế 25-46%), doanh thu có thể sụt giảm 13,2% và LNST có thể lao dốc 28,8%. Tuy nhiên, ở tất cả các kịch bản, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh sẽ bình ổn trở lại vào năm 2026, nhờ lợi thế cạnh tranh và khả năng thích ứng tốt của VHC. Nếu đạt được thỏa thuận tích cực, doanh thu và LNST có thể tăng 6,3%/ 16,5% svck. Dù vậy, ở kịch bản cơ sở, dự báo doanh thu và lợi nhuận thấp hơn 11,1% và 23,7% so với dự báo trước đó.

Lợi thế cạnh tranh tại thị trường Mỹ so với các đối thủ trong và ngoài nước

VHC đang nắm giữ lợi thế cạnh tranh rõ rệt tại thị trường Mỹ khi là nhà xuất khẩu cá tra duy nhất của Việt Nam hiện không chịu thuế CBPG từ Mỹ, trong khi các đối thủ trong nước bị áp thuế từ 0,14-3,87 USD/kg. Ngoài ra, cá rô phi Trung Quốc - sản phẩm thay thế chính - hiện đang chịu mức thuế 30%, trong khi cá tra Việt Nam chỉ bị đánh thuế phổ thông 10% trong thời gian tạm hoãn 90 ngày. Mức thuế cuối cùng áp dụng cho Việt Nam hiện đang trong quá trình đàm phán, và chúng tôi giả định rằng sẽ nằm trong khoảng 15-25% theo kịch bản cơ sở. Chênh lệch thuế quan cùng với nguồn cung cá rô phi Trung Quốc bị siết chặt sẽ giúp VHC duy trì lợi thế cạnh tranh về giá. Từ đó, đơn hàng và doanh số tại Mỹ sẽ duy trì tích cực.

Đơn hàng Q2/25 có thể tăng mạnh nhờ front-loading trong thời gian hoãn thuế

Việc Mỹ tạm hoãn áp thuế đối ứng trong 90 ngày đã thúc đẩy các khách hàng tăng cường nhập khẩu. Do cá tra có thể bảo quản lâu trong điều kiện lạnh, chúng tôi kỳ vọng đơn hàng xuất khẩu của VHC trong Q2/25 sẽ tăng vọt, giúp sản lượng tăng ngắn hạn, tận dụng lợi thế trong khi đối thủ còn loay hoay với rủi ro chính sách.

Giá cổ phiếu hồi phục đưa định giá hiện tại về mức hợp lý

Cổ phiếu VHC đã phục hồi sau đợt giảm mạnh do lo ngại về thuế, với P/E tăng từ 7,8x lên 9,4x. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu xuống còn 55.200 đồng/cp để phản ánh triển vọng còn nhiều bất định từ diễn biến chính sách thuế. .

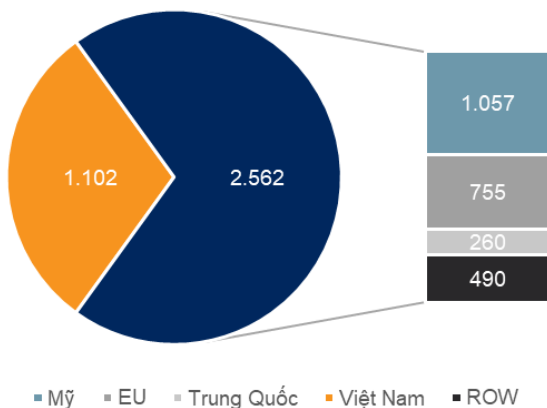
Tóm tắt tài chính	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	24,7%	-5,8%	6,1%	4,1%
Tăng trưởng EPS	9,5%	-13,2%	11,5%	5,5%
Biên lợi nhuận gộp	15,1%	13,7%	14,4%	14,7%
Biên lợi nhuận ròng	10,4%	9,6%	10,1%	10,2%
P/E (x)	17,4	11,6	10,4	9,9
P/B (x)	1,3	1,3	1,2	1,1
ROAE	14,5%	11,7%	12,0%	11,7%
Nợ ròng/ VCSH	19,0%	15,2%	10,8%	5,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

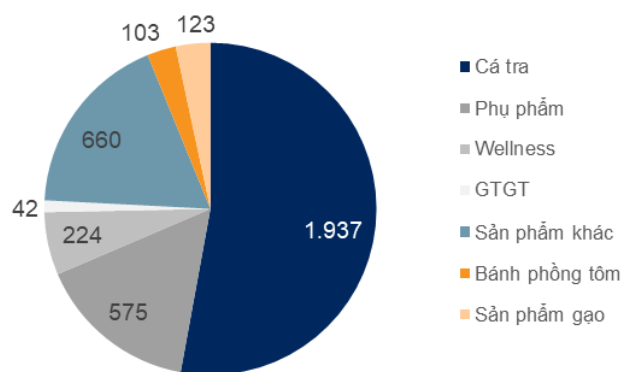
Được thành lập năm 1997, Tổng Công ty Vĩnh Hoàn (VHC, HOSE) đã từng bước vươn lên trở thành nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam kể từ năm 2010. Doanh thu xuất khẩu đóng góp hơn 75% tổng doanh thu của VHC. Doanh nghiệp xuất khẩu phần lớn phi lê cá tra, collagen và gelatin, một phần của thịt cá và dầu cá. VHC tập trung vào thị trường tiêu dùng Mỹ nơi khách hàng sẵn sàng trả giá cao cho các sản phẩm cá tra chất lượng của Việt Nam. Bất chấp thị trường biến động, Vĩnh Hoàn vẫn là doanh nghiệp xuất khẩu hàng đầu sang Mỹ, chiếm một nửa thị phần trong 2T25.

Hình 1: Doanh thu của VHC theo thị trường (4T25) (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

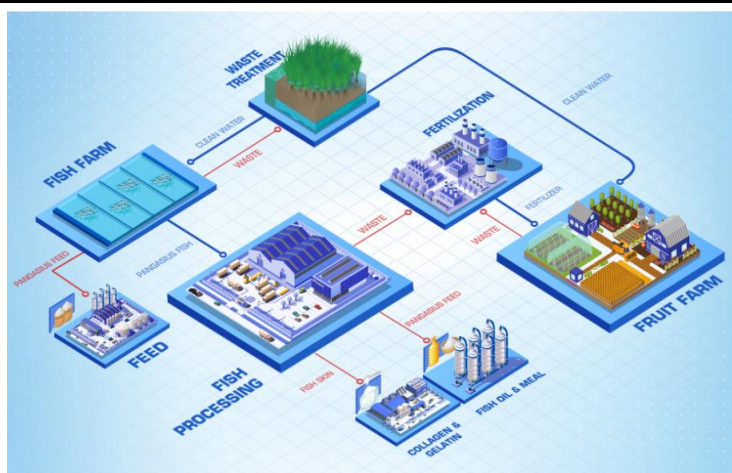
Hình 2: Doanh thu của VHC theo sản phẩm (4T25) (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

VHC liên tục nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, tạo ra các sản phẩm có giá trị gia tăng từ cá tra. Kể từ 2011, Vĩnh Hoàn đã thành lập Vĩnh Wellness, sản xuất thành công collagen và gelatin từ da cá, một sản phẩm có giá trị cao với biên LN gộp là 40-60%. Ngoài ra, công ty còn sử dụng các sản phẩm phụ khác trong quá trình chế biến cá tra làm nguyên liệu đầu vào cho việc sản xuất surimi, dầu cá, và bột cá. Vĩnh Hoàn cũng nhận thấy các tiềm năng của ngành nông nghiệp và đặt mục tiêu trở thành tập đoàn chế biến thực phẩm hàng đầu. Đầu năm 2021, Vĩnh Hoàn đã thành lập Vĩnh Agriculture và mua lại Công ty thực phẩm Sa Giang để mở rộng chuỗi giá trị.

Hình 3: Chuỗi giá trị của VHC



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Các sản phẩm từ cá tra của VHC



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q1/25: Giá bán thuận lợi hỗ trợ biên lợi nhuận – [Thấp hơn dự phóng]

Hình 5: KQKD Q1/25 so với dự báo quý chúng tôi

tỷ đồng	Q1/25	% sv quý trước	% svck	3T25/ dự báo 2025
Doanh thu thuần	2.647,8	-17,4%	-7,3%	20,0%
_ <i>Philê cá tra</i>	1.354	-26,8%	-7,5%	20,2%
_ <i>Wellness</i>	163	14,8%	-31,5%	8,7%
_ <i>Sa Giang</i>	164	-11,4%	3,1%	22,6%
_ <i>Khác</i>	966,8	-6,0%	1,8%	23,7%
Lợi nhuận gộp	337,2	-41,6%	26,7%	15,3%
Chi phí BH&QLDN	(123,0)	-39,1%	-6,8%	19,2%
Thu nhập tài chính ròng	32,6	-66,8%	-55,2%	18,8%
Lợi nhuận trước thuế	254,1	-47,1%	17,3%	14,6%
Lợi nhuận sau thuế	193,1	-54,6%	13,8%	13,8%
<i>Biên LN gộp</i>	12,7%	-5,3đ %	3,4đ %	
<i>Biên LN ròng</i>	7,3%	-6,0đ %	1,4đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu giảm, thấp hơn đạt kỳ vọng

Q1/25, VHC ghi nhận doanh thu chậm lại sau bốn quý liên tiếp tăng trưởng dương, giảm 7,3% svck xuống còn 2.647 tỷ đồng, chỉ đạt 20% kế hoạch năm. Trong đó, mảng Wellness ghi nhận mức sụt giảm mạnh nhất, giảm 31,5% svck; tiếp theo là mảng cá tra phile, giảm 7,5% svck.

Ngược lại, mảng sản phẩm gạo Sa Giang tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, tăng 3,1% svck nhờ chiến lược mở rộng thị trường. Nhóm sản phẩm khác tăng nhẹ 1,8% svck.

Khó khăn trong nguồn cung làm giảm sản lượng XK dù giá bán cải thiện

Doanh thu tại Trung Quốc và Mỹ lần lượt giảm 36% và 5,1% svck, dù giá bán trung bình tại hai thị trường này đều tăng lần lượt 0,7% và 20,1% svck. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ thiếu hụt nguyên liệu đầu vào. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng thu hoạch Q4/24 vượt sản lượng thả nuôi mới khoảng 57%, khiến các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc đảm bảo đủ cá nguyên liệu, ngay cả khi giá bán đang thuận lợi. Điều này phản ánh những thách thức BLĐ đã chia sẻ trong ĐHĐCĐ thường niên gần đây, họ cho biết đang gặp hạn chế trong việc đáp ứng đơn hàng xuất khẩu do cá chưa đạt kích cỡ chế biến.

Giá bán tăng hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận gộp...

Biên lợi nhuận gộp Q1/25 đạt 12,7%, tăng 3,4đ % svck, chủ yếu nhờ giá bán tăng tại các thị trường xuất khẩu chủ lực. Cụ thể, giá bán tăng 0,7% svck tại Trung Quốc và 20,1% svck tại Mỹ. Ngoài ra, các sản phẩm chế biến giá trị gia tăng cũng đóng góp tích cực vào mức cải thiện chung của biên lợi nhuận.

...giúp biên lợi nhuận ròng cải thiện dù thu nhập tài chính suy giảm

Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN) chiếm 4,6% doanh thu – duy trì ổn định svck. Tuy nhiên, thu nhập tài chính ròng giảm 55,2% svck, do: (1) thu nhập tài chính giảm 16,0% svck và (2) chi phí tài chính tăng mạnh 68,0% svck. Nguyên nhân chính đến từ việc trích lập dự phòng đầu tư tài chính 4,2 tỷ đồng trong Q1/25, so với hoàn nhập 12 tỷ đồng trong Q1/24.

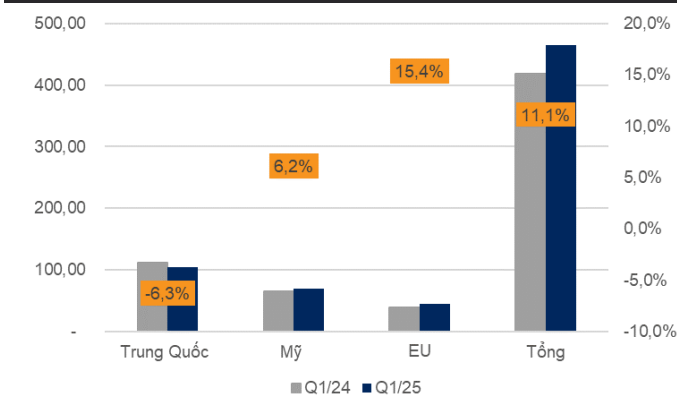
Dù thu nhập tài chính sụt giảm, biên lợi nhuận ròng vẫn mở rộng 1,4đ %, nhờ mức tăng 3,4đ % trong biên lợi nhuận gộp.

Xuất khẩu cá tra Việt Nam và của VHC trong 4T25

Trong Q1/25, tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam tăng 11,1% svck, đạt 465tr USD, hoàn thành 23% kế hoạch năm 2 tỷ USD do VASEP đề ra. EU dẫn đầu tăng trưởng, với kim ngạch xuất khẩu tăng 15,4% svck lên 45tr USD, theo sau là Mỹ (+6,2% svck lên 69tr USD). Ngược lại, xuất khẩu sang Trung Quốc và Hong Kong giảm 6,3% svck còn 67tr USD, dù Trung Quốc vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam.

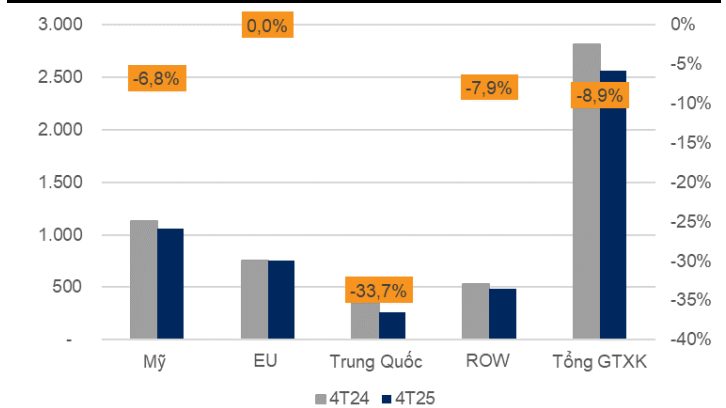
Trong 4T25, doanh thu xuất khẩu của VHC giảm nhẹ 8,9% svck xuống 2.562 tỷ đồng. Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất dù doanh thu giảm 6,8% svck, còn 1.057 tỷ đồng, do hai tháng 3 và 4 ghi nhận mức sụt giảm mạnh lần lượt là -23,7% và -9,7% svck, làm lu mờ đà tăng trong 2T25. Doanh thu từ Trung Quốc cũng lao dốc 33,7% svck, còn 260 tỷ đồng. Ngược lại, EU là thị trường duy nhất giữ được doanh thu ổn định ở mức 755 tỷ đồng (29,8 triệu USD), chủ yếu nhờ tăng trưởng tại Tây Ban Nha và Đức.

Hình 6: Thị trường EU dẫn dắt đà tăng trưởng xuất khẩu cá tra Việt Nam trong Q1/25 (triệu USD)



Nguồn: Agromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Các thị trường xuất khẩu đều ghi nhận sụt giảm doanh số, ngoại trừ thị trường EU vẫn duy trì ổn định (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2025-26: Ứng biến theo chiều thuế quan

Hình 8: Điều chỉnh dự phóng năm 2025-26

(tỷ đồng)	Dự phóng cũ			Dự phóng mới		%svck		% thay đổi dự phóng	
	2025	2026	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Doanh thu thuần	13.268	13.693	12.513	11.791	12.513	-5,8%	6,1%	-11,1%	-8,6%
- Phi-lê cá tra	6.712	6.846	6.949	6.711	7.122	-3,4%	6,1%	0,0%	4,0%
- Collagen & Gelatin	1.884	2.033	773	722	738	-6,5%	2,2%	-61,7%	-63,7%
- Sa Giang	725	761	701	736	810	5,0%	10,0%	1,5%	6,4%
- Khác	4.078	4.052	4.090	3.622	3.843	-11,4%	6,1%	-11,2%	-5,2%
Lợi nhuận gộp	2.209	2.328	1.895	1.616	1.798	-14,7%	11,3%	-26,9%	-22,8%
Biên lợi nhuận gộp	16,6%	17,0%	15,1%	13,7%	14,4%	-1,4đ %	0,7đ %	-2,9đ %	-2,6đ %
Chi phí bán hàng & QLDN	(641)	(673)	(654)	(623)	(661)	-4,8%	6,1%	-2,9%	-1,8%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1.568	1.655	1.241	993	1.137	-20,0%	14,5%	-36,7%	-31,3%
Thu nhập (lỗ) tài chính ròng	173	188	207	311	317	50,6%	1,8%	79,8%	68,7%
Lợi nhuận trước thuế	1.740	1.842	1.485	1.304	1.454	-12,2%	11,5%	-25,1%	-21,1%
Lợi nhuận sau thuế	1.397	1.535	1.226	1.066	1.188	-13,1%	11,5%	-23,7%	-22,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

VHC sở hữu nội tại vững chắc để thích nghi với cơn bão thuế

Lợi thế cạnh tranh vượt trội so với các đối thủ trong nước

Tháng 1/2025, Bộ Công Thương Việt Nam và Văn phòng Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) đã đạt được thỏa thuận song phương, giải quyết các tranh chấp kéo dài liên quan đến thuế chống bán phá giá đối với cá tra Việt Nam. Quyết định này một lần nữa khẳng định vị thế đặc biệt của VHC với tư cách là doanh nghiệp cá tra duy nhất của Việt Nam liên tục được miễn thuế chống bán phá giá. Lợi thế này mang lại cho VHC ưu thế cạnh tranh về giá rõ rệt so với các đối thủ trong nước, vốn vẫn đang chịu mức thuế từ 0,14 USD/kg đến 3,87 USD/kg, giúp VHC được tiếp cận tự do với thị trường Mỹ với giá bán cạnh tranh mà vẫn bảo toàn được biên lợi nhuận. Các đối thủ như Biển Đông Seafood, Nam Việt, CASEAMEX vẫn đang đối mặt với rủi ro lớn từ chính sách thuế, có thể ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận và khả năng giữ chân khách hàng. VHC đã chứng minh hồ sơ minh bạch, thể hiện năng lực vượt trội trong việc tuân thủ quy định, kiểm soát chất lượng nghiêm ngặt và hoạt động minh bạch – qua đó củng cố uy tín trong mắt cơ quan quản lý Hoa Kỳ.

Chúng tôi tin rằng lợi thế miễn thuế này giúp VHC tận dụng tốt các hợp đồng dài hạn ổn định và khả năng giữ chân khách hàng cao tại Mỹ – thị trường xuất khẩu có biên lợi nhuận cao nhất của công ty.

Hình 9: VHC giữ vững vị thế là nhà XK cá tra duy nhất được miễn thuế CBPG qua nhiều kỳ rà soát (USD/kg)

Công ty xuất khẩu	POR12	POR13	POR14	POR15	POR16	POR17	POR18	POR19	POR20
CTCP Vinh Hoàn	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Thủy sản Biển Đông	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,14	0,18
CTCP Nam Việt	0,69	3,87	2,39	2,39	2,39	0	0	NME	0,18
CTCP Đầu tư & Phát triển IDI	0,69	3,87	2,39	2,39	2,39	0,09	0	0,14	0,18
CASEAMEX Cần Thơ	2,39	3,87	2,39	0	0,15	0,15	0,15	0,14	0,18
Các công ty XK Việt Nam khác	2,39	3,87	2,39	2,39	2,39	2,39	2,39	0,14	2,39

Nguồn: Federal Register, VNDIRECT RESEARCH

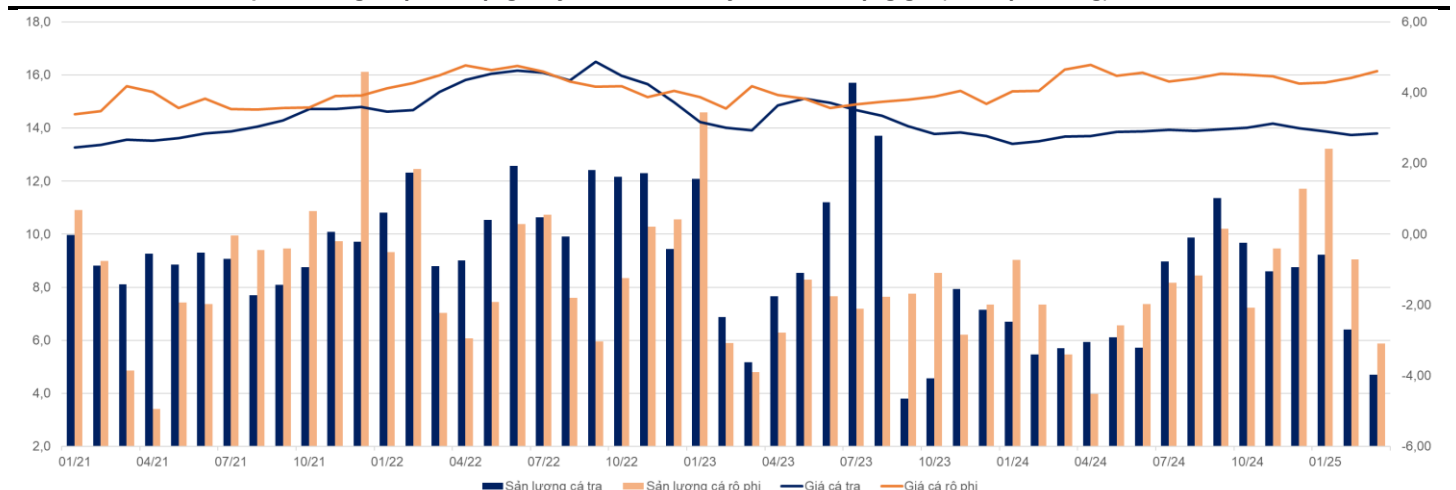
Tận dụng kinh nghiệm thị trường vững chắc và chuỗi giá trị nội tại

Với 28 năm kinh nghiệm trong ngành, VHC đã xây dựng được năng lực chuyên môn sâu rộng trong lĩnh vực nuôi và chế biến cá tra. Ban lãnh đạo của công ty luôn xem cá tra là sản phẩm chiến lược, thể hiện niềm tin mạnh mẽ vào tiềm năng của ngành trong việc nâng tầm vị thế thủy sản Việt Nam trên bản đồ thế giới. Tầm nhìn dài hạn này đã được hiện thực hóa thông qua việc xây dựng mô hình sản xuất tích hợp hoàn chỉnh. Nhờ vận hành chuỗi giá trị nội bộ khép kín, VHC đã giảm thiểu phụ thuộc vào nhà cung cấp bên ngoài, qua đó chủ động kiểm soát chi phí đầu vào, ổn định biên lợi nhuận và giữ mức giá cạnh tranh mà không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh. Lợi thế này đã giúp VHC khẳng định vị thế dẫn đầu không chỉ tại Việt Nam mà còn trên thị trường toàn cầu.

Cá tra Việt Nam: củng cố lợi thế cạnh tranh trong nhóm cá thịt trắng

Cá tra nổi bật là một lựa chọn cá thịt trắng giá hợp lý và cạnh tranh chủ yếu với cá rô phi tại thị trường Mỹ. Cả hai đều phổ biến trong nhóm người tiêu dùng nhạy cảm về giá, và thường thay thế lẫn nhau khi giá cả biến động. Nhờ giá thành phải chăng, chúng trở thành mặt hàng phổ biến tại các bang miền Nam và ven biển như California, Texas và Florida, nơi có đông đảo cộng đồng nhập cư châu Á và Mỹ Latin – nhóm khách hàng có khẩu vị phù hợp với các dòng cá này. Ngoài kênh bán lẻ, cá tra và cá rô phi còn phù hợp với kênh HORECA (khách sạn - nhà hàng – suất ăn công nghiệp) nhờ chi phí thấp, kích thước đồng đều, và dễ chế biến. Tuy có nhiều điểm tương đồng về giá trị dinh dưỡng và mức giá, sự khác biệt về hương vị, kết cấu thịt và kích thước khẩu phần lại ảnh hưởng lớn đến thị hiếu người tiêu dùng. Cá rô phi thường có vị bùi đặc trưng, trong khi cá tra được đánh giá có vị thanh và dễ ăn hơn. Phi lê cá tra cũng thường dày và to hơn, mang lại giá trị tốt hơn trên mỗi khẩu phần – đặc biệt phù hợp với các khách hàng tổ chức như nhà hàng, trường học hay bệnh viện. Về nguồn cung, cá tra có nguồn cung ổn định hơn. Trong khi cá rô phi chủ yếu được nuôi tại Trung Quốc – nơi dễ bị ảnh hưởng bởi biến động khí hậu (nắng nóng cực đoan, mưa lớn) làm gián đoạn nguồn giống.

Hình 10: Cá tra và cá rô phi thường được sử dụng thay thế lẫn nhau tùy theo biến động giá (Đơn vị: USD/kg)



Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

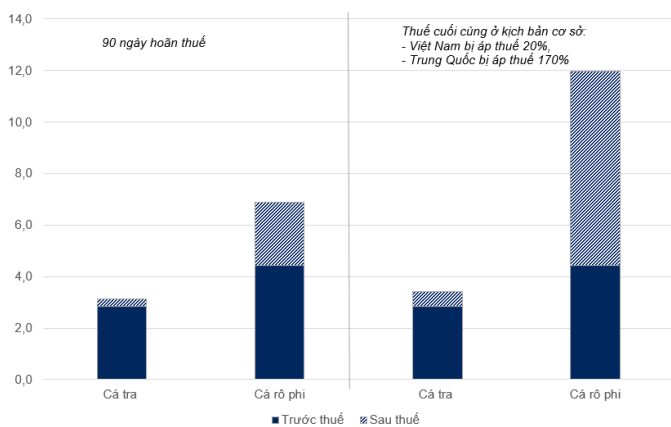
Chúng tôi kỳ vọng giá cá rô phi sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2025-26, do loại cá này đang chịu tác động kép từ việc tăng thuế và nguồn cung thắt chặt. Cá rô phi có nguồn gốc từ Trung Quốc gần đây đã ghi nhận mức tăng nhẹ về giá bán buôn tại Mỹ, phản ánh áp lực chi phí kéo dài do căng thẳng thương mại leo thang. Tính đến thời điểm hiện tại, tổng mức thuế áp lên cá rô phi Trung Quốc

đã lên tới 170% – bao gồm 145% thuế trả đũa và 25% thuế Mục 301 được áp dụng từ năm 2019. Đằng sau đợt tăng giá này còn tiềm ẩn sự khan hiếm trong nguồn cung. Giá nguyên liệu đầu vào giảm đã khiến người nuôi không mặn mà tái thả giống, do các nhà máy chế biến tiếp tục ép giá tại trang trại. Tình trạng này càng trầm trọng hơn khi Trung Quốc siết chặt quy định môi trường từ đầu năm 2025, bao gồm lệnh cấm thu mua từ các trại nuôi không đạt chứng nhận và tăng cường giám sát hoạt động nuôi trồng thủy sản.

Ngược lại, giá cá tra tại Mỹ vẫn duy trì ổn định sau đợt thuế gần nhất. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn, nhờ chu kỳ tái đàn tích cực tại Việt Nam và giá thu mua cao khuyến khích người nuôi duy trì sản lượng. Khi đó, cá tra có lợi thế cạnh tranh rõ rệt so với cá rô phi. Chúng tôi ước tính giá cá rô phi Trung Quốc có thể đạt 7,5 USD/kg, phản ánh gánh nặng thuế 170% – cao gấp đôi so với mức giá dự kiến ổn định của cá tra ở mức khoảng 3 USD/kg. Dù một thỏa thuận thương mại Mỹ - Trung gần đây (có hiệu lực từ ngày 12/05) tạm thời hạ thuế xuống 10% đối với hàng nhập khẩu từ Mỹ và 30% đối với hàng Trung Quốc trong vòng 90 ngày, cá rô phi Trung Quốc vẫn phải chịu thuế cao hơn 20% so với sản phẩm từ Việt Nam. Cụ thể, tổng thuế suất áp lên cá rô phi là 55%, bao gồm cả 25% thuế mục 301 – đồng nghĩa mức thuế này cao hơn 45% so với cá tra.

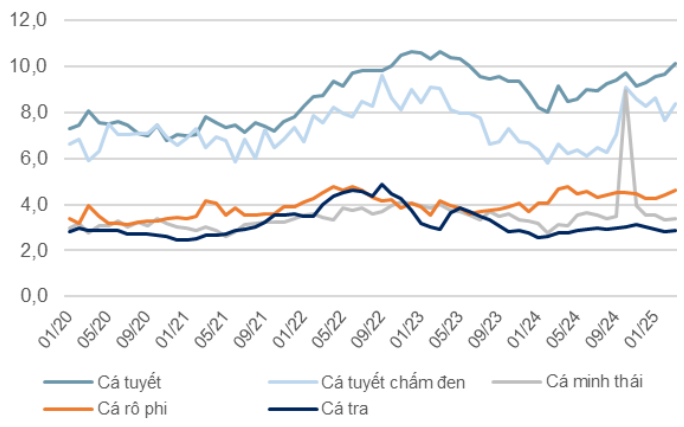
Với mức độ nhạy cảm giá cao của người tiêu dùng Mỹ, chúng tôi kỳ vọng cá tra sẽ tiếp tục gia tăng thị phần và sản lượng xuất khẩu trong năm 2025-26, tận dụng lợi thế về chi phí, sự ổn định nguồn cung và ưu đãi thuế quan.

Hình 11: Việc tăng thuế sẽ tạo ra chênh lệch giá đáng kể giữa cá tra và cá rô phi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Giá cá tra hiện vẫn ổn định và thấp hơn nhiều so với các loại cá khác



Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

Một sản phẩm thay thế khác là cá pollock, chủ yếu nhập khẩu từ Nga và Trung Quốc, nhưng hiện đang bị hạn chế nguồn cung do lệnh trừng phạt của Mỹ đối với Nga và thuế quan mới áp lên hàng Trung Quốc. Trong khi đó, cá tuyết (cod) và cá haddock, dù chất lượng tương đương, lại có giá quá cao (9–10 USD/kg), vượt xa khả năng chi trả của nhóm khách hàng phổ thông – khiến cá tra và cá rô phi vẫn là lựa chọn chủ đạo ở phân khúc này.

Tác động từ thuế quan sẽ biến động tùy theo từng kịch bản thuế

Xuất khẩu cá tra phản ứng tiêu cực ngay sau khi thuế đối ứng được công bố, đặc biệt tại thị trường Mỹ

Trong hai tuần đầu sau khi mức thuế đối ứng của Mỹ được công bố – với mức cao kỷ lục gây ra cú sốc với thị trường toàn cầu – xuất khẩu cá tra ghi nhận

phản ứng tiêu cực rõ rệt, với sản lượng giảm 49,8% svck và giá trị xuất khẩu giảm 51,5% sv tuần trước đó. Đà sụt giảm lan rộng trên hầu hết các thị trường do tâm lý thận trọng sau khi thuế được áp dụng, cho thấy khả năng ảnh hưởng tiêu cực trong dài hạn nếu căng thẳng thương mại kéo dài. Tại Mỹ, sản lượng xuất khẩu sụt giảm do giá bán giảm, đồng thời năng lực sản xuất của các doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ cũng bị thu hẹp.

Căng thẳng thương mại toàn cầu và áp lực giá sẽ gây sức ép lên giá bán và biên lợi nhuận

Dù thuế quan tạo ra khoảng cách về giá có lợi cho hàng hóa Việt Nam so với các đối thủ (đặc biệt là Trung Quốc), rủi ro chung vẫn gia tăng. Một cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung kéo dài có thể làm suy yếu tâm lý người tiêu dùng, hạn chế chi tiêu và làm gia tăng áp lực lạm phát. Thuế quan do đó là rủi ro lớn nhất, không chỉ vì ảnh hưởng trực tiếp lên giá tiêu dùng hàng hóa mà còn làm mờ triển vọng nhu cầu toàn cầu. Dù nhu cầu với các sản phẩm giá phải chăng như cá tra vẫn còn, VHC sẽ có thể phải chịu áp lực hạ giá bán bình quân (ASP) để giữ sản lượng, từ đó làm giảm biên lợi nhuận. Ngay sau khi thuế được công bố, giá bán đã giảm khoảng 11%; do đó, chúng tôi dự báo ASP trong năm 2025 sẽ giảm 0,8% svck, kéo theo biên lợi nhuận xuất khẩu cá tra giảm 1,4đ %.

Triển vọng năm 2025-26 phân hóa mạnh, phụ thuộc vào kịch bản thuế quan

Chúng tôi cho rằng thuế suất sẽ là yếu tố quan trọng, có khả năng quyết định tiềm năng kinh doanh của VHC trong năm 2025-26. Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định thuế áp dụng ở mức 15-25%, là mức thuế có khả năng đạt được cao nhất khi xét đến các hành động quyết liệt của Việt Nam trong việc xử lý thâm hụt thương mại và những phiên đàm phán tích cực đang diễn ra với Mỹ. Trong trường hợp này, VHC dự kiến phải giảm giá để duy trì sản lượng, khiến doanh thu năm 2025 giảm 5,8% svck, và LN ròng giảm 13,1% svck. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt 11,1% và 23,7%. Ở kịch bản tiêu cực, nếu thuế áp ở mức 30-46%, nhu cầu có thể sụt giảm mạnh dù cho ASP được điều chỉnh giảm. Theo công bố của VHC, mức thuế 46% có thể khiến LN ròng sụt giảm 15-30%. Ước tính của chúng tôi cho thấy LN ròng năm 2025 có thể giảm 28,8% svck, tương ứng với điều chỉnh giảm 37,5% so với dự báo trước đó. Ở kịch bản tích cực, nếu đàm phán thuận lợi và thuế ổn định ở mức 10-15%, VHC có thể giữ nguyên mức giá hiện tại đồng thời hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng với sản phẩm cá thịt trắng giá hợp lý. Trong trường hợp này, chúng tôi nâng dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2025 lần lượt 0,3% và 2,2%.

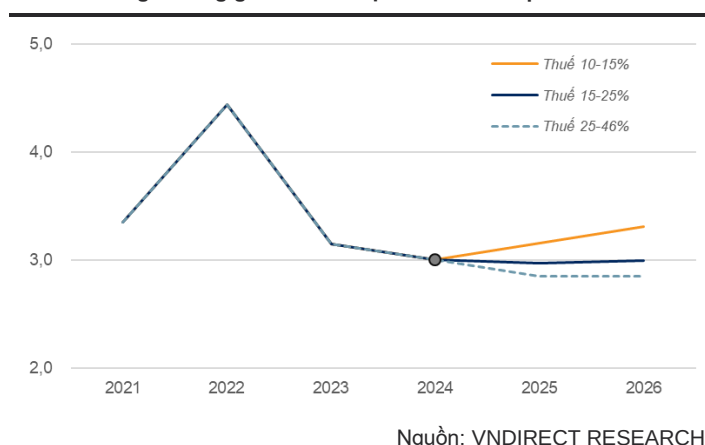
Dù theo bất kỳ kịch bản nào, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh năm 2026 sẽ phục hồi khi VHC thích nghi với bối cảnh thuế quan mới.

Hình 13: Chúng tôi đánh giá tác động của các mức thuế khác nhau đến doanh thu và lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)

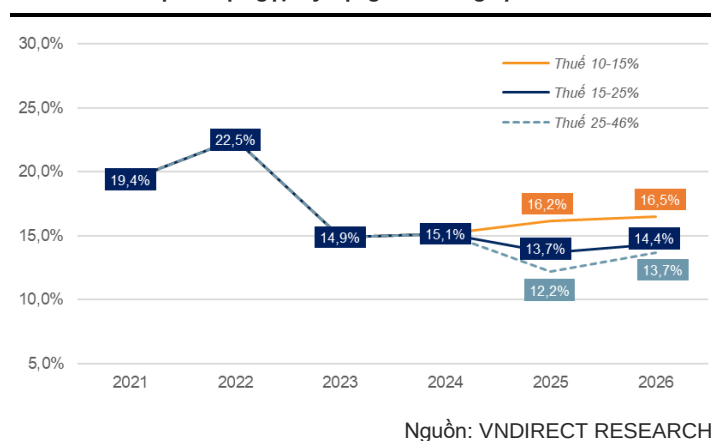
Kịch bản thuế	Doanh thu			% svck		LNST			% svck	
	2024	2025	2026	2025	2026	2024	2025	2026	2025	2026
10-15%	12.513	13.301	14.652	6,3%	10,2%	1.226	1.428	1.638	16,5%	14,7%
15-25%	12.513	11.791	12.513	-5,8%	6,1%	1.226	1.066	1.188	-13,1%	11,5%
30-46%	12.513	10.859	11.473	-13,2%	5,7%	1.226	874	1.028	-28,8%	17,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tăng trưởng giá bán bình quân theo các kịch bản thuế suất



Hình 15: Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng theo từng kịch bản



Triển vọng năm 2025–26: Giai đoạn ngắn hạn, bình ổn dài hạn

Đơn hàng tăng mạnh trong Q2/25 nhờ tạm hoãn thuế quan trong 90 ngày

Chỉ một ngày sau khi các mức thuế đối ứng được áp dụng, chính quyền Trump đã công bố tạm hoãn trong 90 ngày đối với tất cả quốc gia – ngoại trừ Trung Quốc, mở ra cơ hội đàm phán cho các đối tác thương mại. Thỏa thuận thương mại mới nhất giữa Mỹ và Trung Quốc quy định giảm thuế đối ứng trong 90 ngày, theo đó thuế đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc tạm thời giảm còn 30% và hàng nhập khẩu từ Mỹ còn 10%. Trong khi đó, thuế áp dụng cho hàng hóa từ Việt Nam hiện vẫn giữ mức phổ quát 10%, thấp hơn so với Trung Quốc. Thời gian tạm hoãn này nhiều khả năng sẽ thúc đẩy hiện tượng “gom hàng” (front-loading) từ các nhà nhập khẩu Mỹ, đặc biệt là các kênh nhà hàng, khách sạn và dịch vụ ăn uống (HORECA), nhằm tích trữ hàng tồn kho trước khi thuế có khả năng tăng trở lại. Do cá tra đông lạnh có thể được bảo quản từ 2–3 tháng trong điều kiện lạnh tiêu chuẩn, phần lớn người mua sẽ cố gắng nhập đủ sản lượng để dùng đến hết Q3/25.

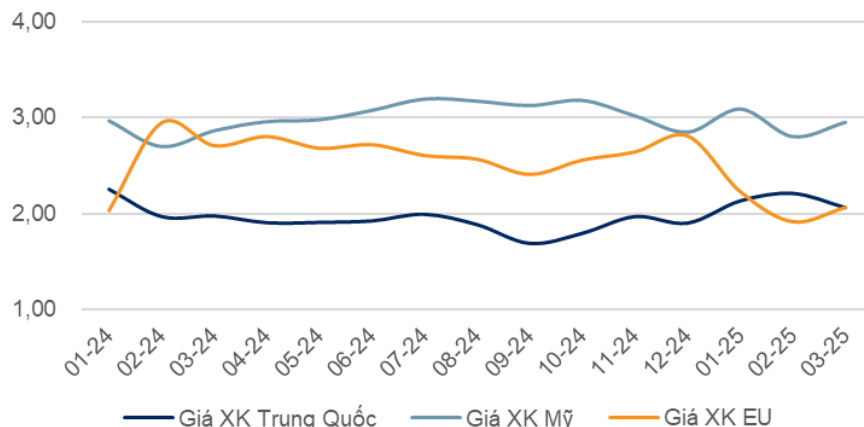
Nhờ đó, VHC có thể ghi nhận mức tăng trưởng đơn hàng mạnh mẽ trong Q2/25, được thúc đẩy bởi động lực tích trữ đơn hàng sớm. Tuy nhiên, điều này có thể kéo theo sự chững lại trong Q3 và mùa lễ cuối năm Q4/25, khi một môi trường thương mại ổn định hơn có thể giúp từng bước phục hồi nhu cầu.

Giá bán bình quân có thể điều chỉnh nhẹ để duy trì sản lượng

Tính đến T3/25, giá xuất khẩu cá tra từ Trung Quốc và Việt Nam sang Mỹ lần lượt tăng 3,3% và 3,7%, trong khi giá tại thị trường EU giảm mạnh 19,4% svck. Tuy nhiên, giá đã tạm thời ngừng đà tăng trong đầu tháng 4 do phản ứng với chính sách tăng thuế. Với diễn biến này, chúng tôi cho rằng thuế quan sẽ gây áp lực lên mặt bằng giá, bởi sự bất định về chính sách thuế có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý tiêu dùng tại Mỹ, thúc đẩy người mua tìm kiếm các sản phẩm có giá thấp hơn.

Để giữ vững sản lượng đơn hàng, VHC có thể phải điều chỉnh nhẹ giá bán bình quân. Chúng tôi dự báo giá bán sẽ giảm 0,8% svck trong năm 2025, sau đó phục hồi 1,4% svck trong năm 2026.

Hình 16: Giá xuất khẩu phân hóa giữa các thị trường (USD/kg)



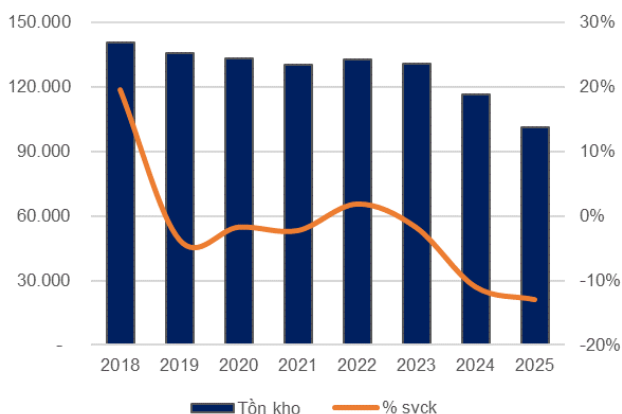
Nguồn: Agromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Doanh số cá tra sẽ thay đổi -3,4%/ +6,1% svck trong năm 2025–26

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ giảm 3,9% svck trong năm 2025, trước khi phục hồi 4,6% svck trong năm 2026. Mức giảm của năm 2025 chủ yếu đến từ sự suy yếu trong nhu cầu tại thị trường Trung Quốc, trong khi sản lượng tại Mỹ duy trì ổn định và EU tăng nhẹ. Tại Mỹ, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ sẽ đi ngang trong năm 2025 và tăng 5% svck trong năm 2026, nhờ 1) VHC có khả năng thích nghi tốt với môi trường thuế quan mới, 2) tồn kho cá tra thấp, và 3) các sản phẩm thay thế đang gặp khó khăn về nguồn cung và thuế, thúc đẩy các kênh HORECA và nhà bán lẻ tăng cường nhập khẩu. Tại EU, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sẽ tăng 3%/8% svck trong năm 2025/26, được dẫn dắt bởi thị trường Đức và Tây Ban Nha, hưởng lợi từ các FTA và các lệnh trừng phạt đối với cá pollock từ Nga.

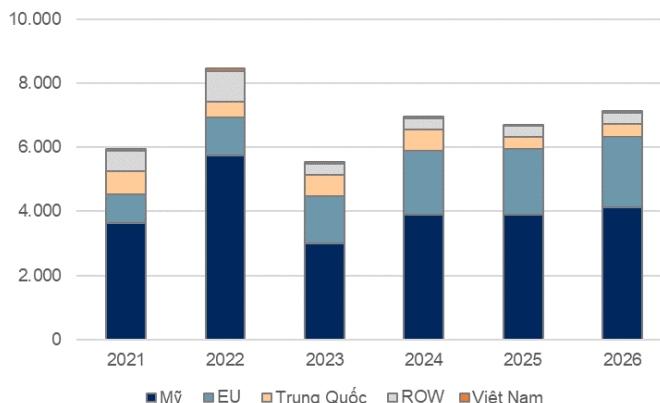
Dù kỳ vọng tăng trưởng tại thị trường Mỹ và EU, chúng tôi cho rằng sản lượng tại Trung Quốc sẽ giảm mạnh 35% svck trong năm 2025 và đi ngang trong năm 2026 do 1) kim ngạch nhập khẩu cá tra Việt Nam tại Trung Quốc suy yếu và 2) cạnh tranh càng gay gắt và giá bán xuất khẩu tại Trung Quốc thấp hơn các thị trường khác, khiến VHC có xu hướng chuyển trọng tâm sang Mỹ và EU. Mặc dù sản lượng và giá bán bình quân đều giảm, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá tăng sẽ bù đắp một phần sự suy giảm doanh thu. Nhờ đó, doanh thu cá tra dự kiến giảm nhẹ 3,4% svck trong năm 2025 và hồi phục 6,1% svck trong năm 2026, khi thị trường ổn định trở lại.

Hình 17: Tồn kho cá da trơn tại Mỹ duy trì ở mức thấp (tấn)



Nguồn: USDA, VNDIRECT RESEARCH

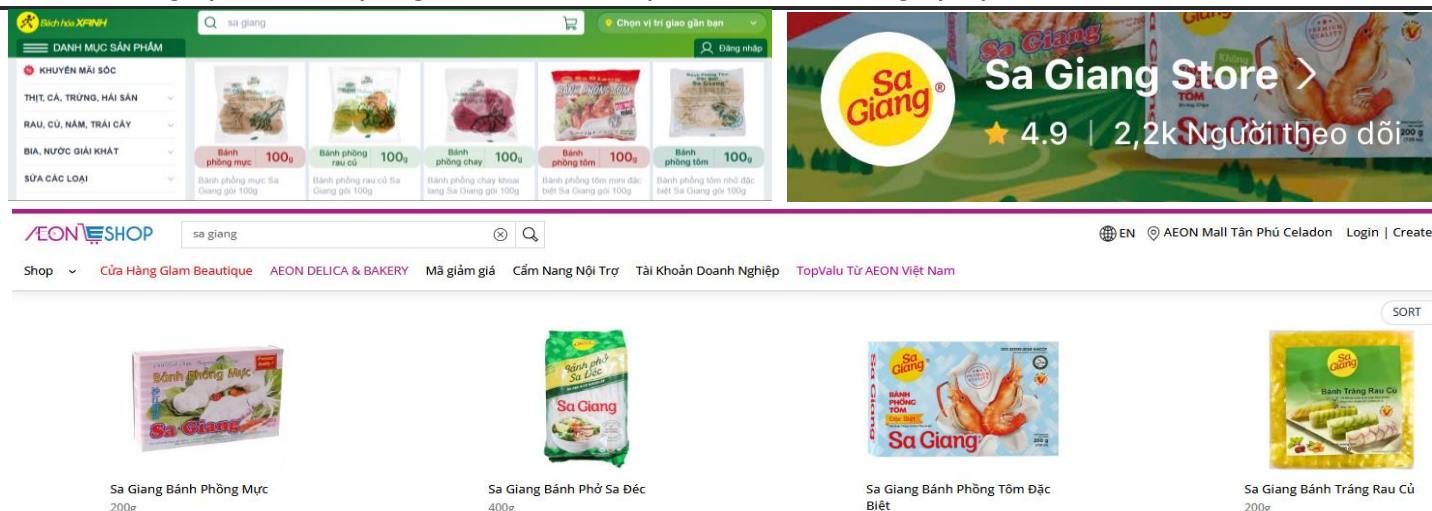
Hình 18: Dự phóng doanh thu cá tra theo thị trường (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu từ Sa Giang duy trì tăng trưởng, các mảng khác chậm lại

Hình 19: Sa Giang hiện đã có trên kệ hàng của các chuỗi siêu thị, minimart và sàn thương mại điện tử

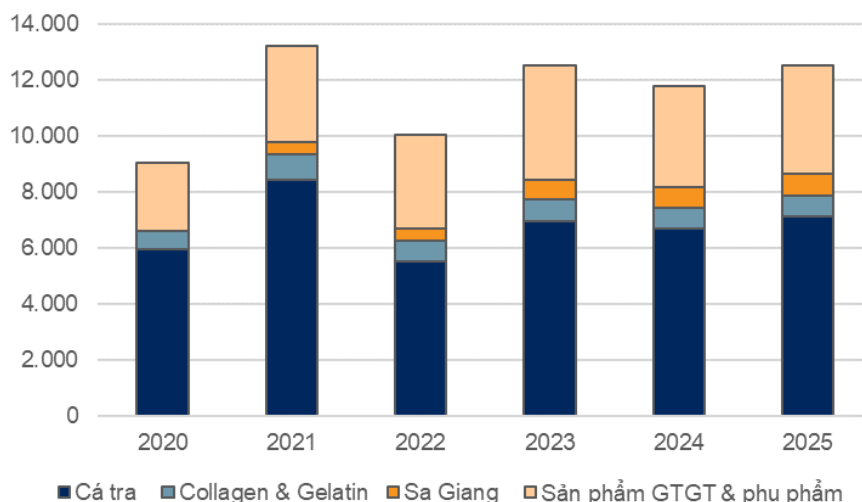


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong năm 2024, doanh thu từ Sa Giang tăng trưởng 54% svck, đạt 701 tỷ đồng, chiếm 5,6% tổng doanh thu, so với mức đóng góp 4,6% trong năm 2023. Trong thời gian tới, VHC đặt mục tiêu mở rộng kênh tiêu thụ nội địa thông qua đa dạng các kênh phân phối. Việc các sản phẩm của Sa Giang xuất hiện ngày càng nhiều trên kệ hàng của các cửa hàng tiện lợi, siêu thị và nền tảng thương mại điện tử phản ánh rõ chiến lược mở rộng mảng kinh doanh này của VHC. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của Sa Giang sẽ tăng lần lượt 5%/10% svck trong năm 2025/26.

Đối với các mảng khác, chúng tôi cho rằng doanh thu sẽ chững lại, do lo ngại rằng các bất ổn toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến tâm lý tiêu dùng và làm suy yếu nhu cầu đối với các sản phẩm giá trị gia tăng cao như Collagen & Gelatin và phụ phẩm. Cụ thể, doanh thu Collagen & Gelatin được dự phóng giảm 6,5% trong năm 2025 và tăng nhẹ 2,2% trong năm 2026; còn doanh thu từ các sản phẩm giá trị gia tăng khác dự kiến giảm 11,4% trong năm 2025 trước khi phục hồi 6,1% svck trong năm 2026.

Hình 20: Dự phóng doanh thu theo mảng (tỷ đồng)

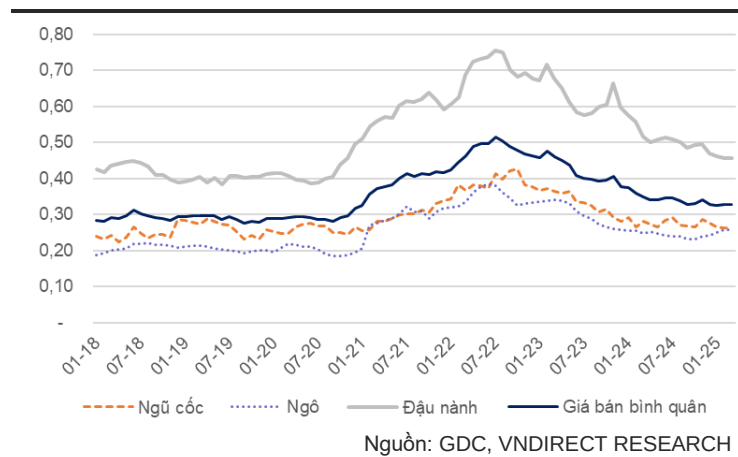


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

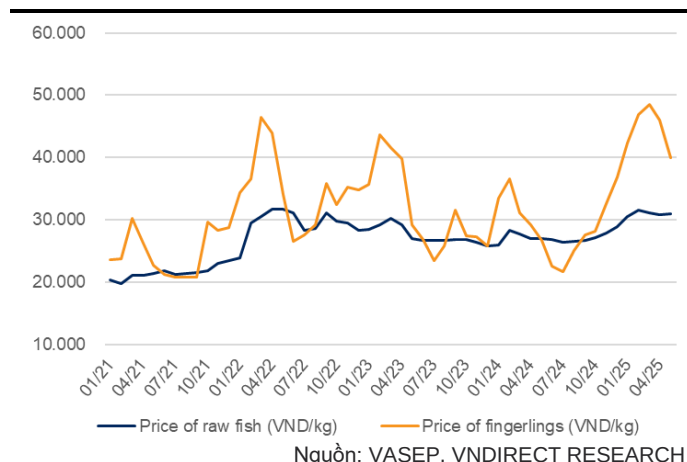
Biên LN gộp thu hẹp do áp lực giảm giá bán và chi phí đầu vào gia tăng

Tính đến T4/25, giá bán bình quân của thức ăn chăn nuôi giảm 5,2% svck, xuống còn 0,32USD/kg. Theo báo cáo của Rabobank, giá đậu nành - nguyên liệu đầu vào chính của TĂCN - được dự báo sẽ tiếp tục giảm thêm 10% trong năm 2025 do tình trạng dư cung toàn cầu, đặc biệt là việc Trung Quốc duy trì tồn kho ở mức cao. Xu hướng sẽ thuận lợi cho FeedOne – công ty con sản xuất thức ăn của VHC, vốn đã giảm được khoảng 700 đồng/kg chi phí trong năm 2024. Ở chiều ngược lại, giá cá nguyên liệu đang tăng mạnh theo ước tính của chúng tôi và số liệu từ VASEP, giá cá tra nguyên liệu đã tăng 14,1% svck, lên trung bình 31.008 đồng/kg vào đầu năm 2025. Giá cá giống còn tăng mạnh hơn, bật tăng 42,5% svck lên 44.735 đồng/kg, vượt đỉnh năm 2022, chủ yếu do nguồn cung khan hiếm bởi thời tiết thất thường và những khó khăn trong nuôi trồng. Chỉ một tỷ lệ nhỏ cá đạt trọng lượng thu hoạch tiêu chuẩn (800g – 1.2kg), khiến nguồn cung bị hạn chế. Mặc dù giá cao đã thúc đẩy các trại giống mở rộng quy mô, đà mở rộng này tạm thời bị chững lại sau đợt tăng thuế, làm giảm động lực mua cá nguyên liệu từ phía các nhà xuất khẩu. Thêm vào đó, chu kỳ nuôi cá thường kéo dài từ 6-8 tháng, do đó tình trạng thiếu hụt nguồn cung có thể kéo dài đến hết Q4/25. Dù VHC có tỷ lệ tự chủ nguyên liệu cao, việc giá thị trường tiếp tục leo thang vẫn sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận.

Hình 21: Giá thức ăn chăn nuôi duy trì xu hướng giảm từ giữa năm 2022 nhờ nhu cầu ổn định và được dự báo sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2025–2026.



Hình 22: Ngược lại, giá cá giống và cá nguyên liệu tăng mạnh do nguồn cung hạn chế.

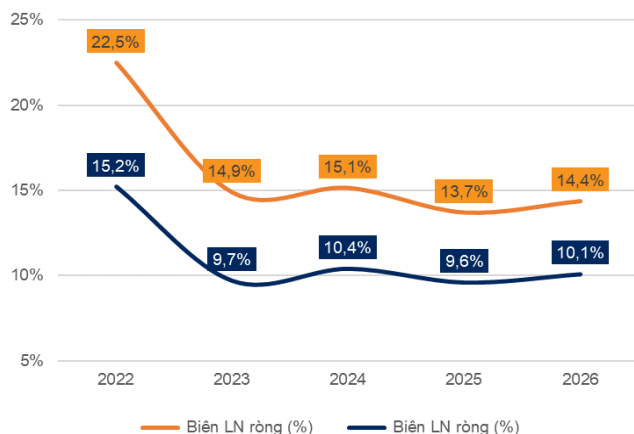


Do xu hướng trái chiều của chi phí đầu vào và giá bán, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ giảm 1,4đ % trong năm 2025, trước khi hồi phục nhẹ 0,7đ %.

Thay đổi chính trong dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025/26

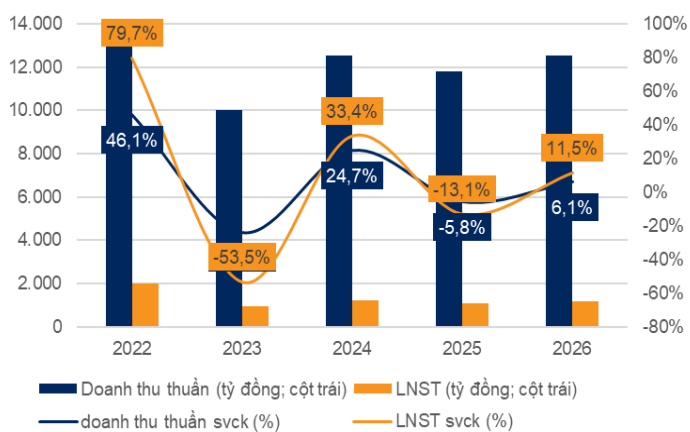
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu từ cá tra do sản lượng yếu và giá bán bình quân giảm. Theo đó, doanh thu cá tra sẽ giảm 3,4% svck trong năm năm 2025. Sang năm năm 2026, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu và giá sẽ phục hồi khi các yếu tố bất định dần hạ nhiệt, giúp doanh thu tăng trưởng 6,1% svck.
- Các mảng kinh doanh khác được dự báo tăng trưởng chậm do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu trong bối cảnh bất ổn toàn cầu. Doanh thu Collagen & Gelatin dự kiến biến động -6,5%/+2,2% svck, trong khi các sản phẩm giá trị gia tăng khác sẽ thay đổi -11,4%/+6,1% svck. Riêng mảng Sa Giang sẽ tiếp tục tăng trưởng 5%/10% svck nhờ mở rộng thị trường nội địa và kênh phân phối.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp, phản ánh ảnh hưởng từ giá cá nguyên liệu tăng, chi phí thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức thấp, nhưng ASP giảm. Trước các xu hướng trái chiều này, biên lợi nhuận gộp dự báo giảm 1,4đ % trong năm 2025, trước khi phục hồi 0,7đ % trong năm 2026.
- Doanh thu dự kiến thay đổi -5,8%/+6,1% Svck, tương ứng 11.791 tỷ đồng/12.513 tỷ đồng trong năm 2025/26.
- LNST dự kiến giảm 13,1% trong năm 2025, sau đó hồi phục 11,5% trong năm 2026.

Hình 23: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng hợp nhất của VHC giai đoạn 2022–2026



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Tăng trưởng doanh thu thuần và LNST giai đoạn 2022–2026



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá:

Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** và điều chỉnh giá mục tiêu giảm 35,1%

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E để xác định giá mục tiêu. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu theo phương pháp CKDT do tác động trái chiều của 1) việc điều chỉnh lợi nhuận giảm 23,7% trong năm 2025 và giảm 22,6% trong năm 2026 và 2) điều chỉnh tăng WACC lên 11,3% từ 10,4% do tăng lợi suất phi rủi ro lên 2,98% từ mức 2,68% (dựa theo lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm vào ngày 30/1) và [phản bù rủi ro](#) tăng từ 7,8% lên 8,35%. Với phương pháp P/E, chúng tôi điều chỉnh P/E xuống mức trung bình 5 năm là 10.5x, phản ánh tiềm năng tăng trưởng chậm lại giữa biến động toàn cầu.

Hình 25: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá bình quân (đồng/ cp)
Chiết khấu dòng tiền	59.550	50%	29.775
P/E (10,5x)	50.812	50%	25.406
Giá bình quân			55.181
Giá mục tiêu (làm tròn)			55.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Dự phóng dòng tiền

tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	993	1.137	1.227	1.316	1.607	1.726	1.867	2.040	2.247	2.484
Cộng: Khấu hao	430	478	525	573	620	669	717	765	814	863
Trừ: Thuế	(172)	(191)	(202)	(222)	(270)	(302)	(339)	(383)	(436)	(498)
Trừ: Thay đổi VLĐ	(241)	(255)	(186)	(176)	(327)	(206)	(216)	(223)	(232)	(244)
Trừ: Capex	(636)	(700)	(703)	(707)	(710)	(713)	(717)	(720)	(724)	(727)
Dòng tiền tự do	375	468	661	784	921	1.174	1.313	1.479	1.669	1.877
Giá trị hiện tại	340	385	493	530	565	653	663	677	693	707

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Định giá theo phương pháp CKDT

Phương pháp CKDT	
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do (tỷ đồng)	5.405
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối (tỷ đồng)	7.126
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	12.531
Cộng: Tiền & Đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	3.321
Trừ: Nợ vay (tỷ đồng)	2.486
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	13.366
Số CP lưu hành (cổ phiếu - cp)	224.453.159
Giá mục tiêu (VND/ cp)	59.550

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Giả định WACC

Giả định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	2,98%
Phản bù rủi ro	8,35%
Beta	1,2
Chi phí vay nợ	8,0%
Chi phí vốn	13,0%
Thuế	20,0%
Tỷ trọng VCSH/ (VCSH + Nợ)	73,5%
WACC	11,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: So sánh DN cùng ngành (dữ liệu ngành 20/5/2025)

Công ty	Mã CP	Giá đồng	Vốn hóa triệu USD	Doanh thu Q1/25 % svck	LN ròng Q1/25 % svck	ROE %	P/E	P/B	Nợ/ VC SH Q1/25
CTCP Nam Việt	ANV VN	15.100	155	16,0%	681,0%	0,06	24,0	1,3	0,62
CTCP Đầu tư & Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	6.260	66	-9,4%	75,6%	0,02	19,6	0,5	1,56
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT VN	46.300	21	20,4%	98,2%	0,21	4,8	1,0	0,42
CTCP CNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	10.050	20	19,7%	13,9%	0,01	45,5	0,6	1,16
Trung bình				11,7%	217,2%	0,08	23,5	0,9	0,9
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	54.400	463	11,0%	11,8%	0,14	8,84	1,32	0,39

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Đánh giá tác động của các mức thuế lên LNST và giá mục tiêu

Hình 30: Đánh giá tác động của các mức thuế lên LNST và giá mục tiêu

Kịch bản thuế	LNST			% svck		Giá mục tiêu (VND)	Tiềm năng tăng giá (%)
	2024	2025	2026	2025	2026		
10-15%	1.226	1.428	1.638	16,5%	14,7%	72.100	34,8%
15-25%	1.226	1.066	1.188	-13,1%	11,5%	55.200	3,2%
30-46%	1.226	874	1.028	-28,8%	17,6%	48.100	-10,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng tạm hoãn áp thuế 90 ngày là cơ hội quan trọng để Chính phủ Việt Nam tận dụng và đàm phán với chính quyền Trump nhằm giảm mức thuế đề xuất ban đầu 46%. Dựa trên đánh giá của chúng tôi, kịch bản khả thi và hợp lý nhất là mức thuế từ 15-25%. Mức thuế này đủ cao để đáp ứng mục tiêu chính trị, nhưng vẫn đủ thấp để giữ được sức cạnh tranh cho hàng xuất khẩu của Việt Nam so với các nước khác.

Với nỗ lực chủ động và quyết liệt của Việt Nam nhằm giải quyết vấn đề mất cân đối thương mại, chúng tôi xem mức thuế 15-25% là kịch bản cơ sở. Trong trường hợp này, VHC dự kiến vẫn duy trì được mức lợi nhuận tương đối ổn định, với lợi nhuận sau thuế năm 2025/26 đạt 1.066 tỷ đồng/ 1.188 tỷ đồng và giá mục tiêu ở mức 55.200 đồng/cổ phiếu.

Trong kịch bản tích cực nhất, nếu mức thuế chỉ ở 10-15%, VHC sẽ đạt được mức lợi nhuận và định giá cao nhất, với lợi nhuận năm 2025/26 lần lượt là 1.428 tỷ đồng /1.638 tỷ đồng và giá mục tiêu là 72.100 đồng/cổ phiếu. Ngược lại, nếu thuế vẫn giữ ở mức cao 30-46%, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đáng kể đến lợi nhuận và sức cạnh tranh của VHC, với lợi nhuận dự báo cho năm 2025/26 chỉ còn 874 tỷ đồng/ 1.028 tỷ đồng và giá mục tiêu giảm còn 48.100 đồng/cổ phiếu.

Phân tích độ nhạy

Động lực tăng giá:

- Giá bán bình quân (ASP) phục hồi mạnh hơn kỳ vọng
- Nhu cầu cải thiện rõ rệt tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm
- Thuế quan diễn biến theo hướng thuận lợi

Rủi ro giảm giá:

- Chi phí đầu vào tăng cao hơn dự báo có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp
- Đà phục hồi chậm hơn kỳ vọng tại các thị trường xuất khẩu chủ lực
- Biến động thuế quan theo hướng bất lợi

Hình 31: Phân tích độ nhạy về thay đổi chi phí vốn chủ sở hữu và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn đối với giá mục tiêu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Chi phí VCSH					
			10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
		1,0%	63.566	59.666	56.172	53.026	50.179
	1,5%	65.711	61.515	57.775	54.421	51.401	
	2,0%	68.117	63.576	59.550	55.960	52.742	
	2,5%	70.834	65.885	61.528	57.665	54.220	
	3,0%	73.924	68.493	63.746	59.566	55.858	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQKD

(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	9.054	13.231	10.033	12.513	11.791	12.513
Giá vốn hàng bán	(7.298)	(10.255)	(8.540)	(10.618)	(10.176)	(10.716)
Lợi nhuận gộp	1.756	2.976	1.493	1.895	1.616	1.798
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(213)	(372)	(308)	(358)	(297)	(315)
Chi phí bán hàng	(344)	(349)	(216)	(297)	(326)	(346)
Lợi nhuận hoạt động	1.199	2.255	970	1.243	993	1.137
EBITDA	1.484	2.582	1.372	1.699	1.423	1.615
Khấu hao	285	327	402	456	430	478
EBIT	1.199	2.255	970	1.243	993	1.137
Thu nhập tài chính	195	434	377	423	507	530
Chi phí tài chính	(107)	(370)	(229)	(217)	(196)	(214)
Thu nhập khác, ròng	(8)	4	27	35	-	-
Thu nhập từ CTLK	(0)	0	1	2	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.280	2.323	1.145	1.485	1.304	1.454
Chi phí thuế	(173)	(310)	(171)	(182)	(172)	(191)
Lợi nhuận ròng	1.107	2.013	974	1.303	1.132	1.262
LNST công ty mẹ	1.099	1.975	919	1.226	1.066	1.188

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	195	553	233	570	665	1.288
Đầu tư ngắn hạn	1.272	1.768	2.069	2.340	2.340	2.340
Khoản phải thu	2.132	2.330	1.578	2.201	2.285	2.425
Hàng tồn kho	1.793	2.818	3.763	2.915	3.246	3.418
Tài sản ngắn hạn khác	150	172	245	213	213	213
Tổng tài sản ngắn hạn	5.543	7.640	7.888	8.238	8.749	9.684
TSCĐ	2.067	2.824	3.383	3.415	3.620	3.843
Đầu tư ngắn hạn	66	66	67	69	69	69
Tài sản dài hạn khác	1.062	1.053	604	511	511	511
Tổng tài sản ngắn hạn	8.738	11.583	11.943	12.234	12.950	14.107
Vay ngắn hạn	1.735	2.214	2.157	2.277	2.135	2.422
Khoản phải trả	340	448	309	278	281	296
Nợ ngắn hạn khác	605	1.037	767	629	800	842
Tổng nợ ngắn hạn	2.680	3.698	3.233	3.184	3.216	3.560
Vay dài hạn	156	175	102	-	-	-
Nợ khác	17	16	17	57	57	57
Vốn cổ phần	1.834	1.834	1.870	2.245	2.245	2.245
Lợi nhuận chưa phân phối	3.838	5.426	6.213	6.168	6.785	7.524
Vốn chủ sở hữu	5.782	7.523	8.348	8.675	9.292	10.031
Lợi ích cổ đông thiểu số	102	171	244	318	385	459
Tổng nợ và VCSH	8.738	11.583	11.943	12.234	12.950	14.107

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận trước thuế	1.280	2.323	1.145	1.485	1.304	1.454
Khấu hao	285	327	402	456	430	478
Thuế đã nộp	(204)	(63)	(315)	(259)	(172)	(191)
Điều chỉnh khác	(118)	271	(213)	(341)	-	-
Thay đổi trong VLĐ	(910)	(1.254)	(472)	732	(241)	(255)
Dòng tiền HĐKD	332	1.604	547	2.073	1.322	1.485
Capex	(588)	(1.131)	(677)	(678)	(636)	(700)
Thu từ thanh lý tài sản	5	10	4	2	-	-
Khác	(432)	67	140	115	-	-
Thay đổi tài sản dài hạn khác	173	(473)	(261)	(294)	-	-
Dòng tiền HĐĐT	(843)	(1.528)	(793)	(855)	(636)	(700)
Phát hành cổ phiếu mới	-	154	57	-	-	-
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-
Nợ vay, ròng	665	497	(129)	18	(142)	287
Khác	-	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	(367)	-	(898)	(449)	(449)
Dòng tiền HĐTC	665	284	(73)	(880)	(591)	(162)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	41	195	553	233	570	665
Dòng tiền trong kỳ	155	360	(319)	338	95	623
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	195	553	233	570	665	1.288

Các chỉ số chính

Chỉ số định giá	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (đồng)	6.040	10.266	4.998	5.473	4.749	5.293
P/E	9,9	8,3	8,9	17,4	11,6	10,4
EV/ EBIT	50,3	37,7	45,8	76,2	54,7	47,5
EV/ EBITDA	40,67	32,95	32,36	55,77	38,17	33,44
P/S	1,21	1,18	0,81	1,43	1,05	0,99
P/B	1,9	2,0	1,0	2,4	1,3	1,2
Tỷ suất cổ tức	3,3%	2,4%	4,5%	2,1%	3,6%	3,6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,0%	18,2%	0,0%	68,9%	39,6%	35,6%
Chỉ số tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu thuần (svck)	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%
Tăng trưởng LN gộp (svck)	73,0%	69,5%	-49,8%	26,9%	-14,7%	11,3%
Tăng trưởng LN ròng (svck)	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%
Tăng trưởng EPS (svck)	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%
Hiệu quả sinh lời						
Biên lợi nhuận gộp	19,4%	22,5%	14,9%	15,1%	13,7%	14,4%
Biên EBITDA	16,4%	19,5%	13,7%	13,6%	12,1%	12,9%
Biên lợi nhuận hoạt động	13,2%	17,0%	9,7%	9,9%	8,4%	9,1%
Biên lợi nhuận ròng	12,2%	15,2%	9,7%	10,4%	9,6%	10,1%
ROA	13,9%	19,8%	8,3%	10,8%	9,0%	9,3%
ROE	20,2%	30,3%	12,3%	15,3%	12,6%	13,1%
Chỉ số đòn bẩy						
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/I)	18,1	34,5	23,2	7,3	17,0	12,7
EBITDA / (I + Cap Ex)	2,4	2,1	1,7	2,3	2,0	2,0
Tổng nợ/Tổng vốn	1,0	1,3	1,2	1,0	1,0	1,1
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Chỉ số thanh khoản						
Vòng quay tài sản	1,0	1,1	0,8	1,0	0,9	0,9
Vòng quay khoản phải thu	4,2	5,7	6,4	5,7	5,2	5,2
Số ngày phải thu	77	62	71	55	69	69
Vòng quay khoản phải trả	22,8	28,6	25,1	33,3	37,6	37,7
Số ngày phải trả	17	14	16	10	10	10
Vòng quay hàng tồn kho	4,4	4,4	2,6	3,2	3,3	3,2
Số ngày tồn kho	83	82	141	115	110	113
Hệ số thanh toán hiện hành	2,1	2,1	2,4	2,6	2,7	2,7
Hệ số thanh toán nhanh	1,3	1,3	1,2	1,6	1,6	1,7

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dương – Chuyên viên phân tích

Email: duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>